

# MONTHLY HOUSE VIEW

市場推廣產品 - 2021年6月

聚焦

原物料價格大漲：COVID-19蝴蝶效應乎？

## 概要

- 01 • 編輯寄語 P3  
FED已經開始倒數計時了嗎？
- 02 • 聚焦 P4  
原物料價格大漲：  
COVID-19蝴蝶效應乎？
- 03 • 經濟點評 P6  
每個人心中都想著美國的通貨膨脹
- 04 • 定息債券 P8  
經濟樂觀風吹向著利率市場
- 05 • 股票市場 P10  
異常的財務報表季度以及通貨膨脹
- 06 • 外匯 P12  
美元依然弱不禁風
- 07 • 資產分配 P14  
投資方案及配置
- 08 • 市場監測 P16  
精選市場走勢
- 09 • 附錄 P17  
免責聲明 P18

## FED已經開始倒數計時了嗎？



VINCENT  
MANUEL

Chief Investment Officer,  
Indosuez Wealth  
Management

親愛的讀者：

如果我們考慮到最新的官方出版刊物，Fed還是有時間可等待，因為美國最新的就業報告顯示，四月的工作創造停滯。這可以由事實推斷證明Jerome Powell決定在制定Fed的貨幣政策時優先考慮的是就業而非通貨膨脹。

但是，如果我們看美國四月的通貨膨脹率，即使在調整與能源相關的基數效應之後，就每月通貨膨脹率而言，我們已經處於過去幾年的最高水平，這不可避免最低限度引發對Fed結束資產購買的問題。家庭的通脹預期也在上升，反映出人們對汽車油價以及許多消費品領域的通貨膨脹表現出強烈的敏感性。所有這些訊號證明在未來的幾個月內討論有關Fed縮減資產購買的是有道理的，而且可能會在2022年初開始。但是，短期利率應保持在目前的水準，直到來年年初。

這個問題出現在非常特殊的增長年，也就是在這一年之中主要西方國家的協調性復甦必須能夠幫助儘速結束經濟衰退和低度就業。凡事都取決於「儘速」的意思是指：在美國需要好幾個月或者季，在復甦方案執行緩慢的歐元區可能要花好幾年光陰。這對下半年的貨幣形成重要的問題：結束封城措施和推出復甦方案是否能推動歐洲的經濟增長達到美國所表現的動態水準？

然而，增加公共支出並非達成長期經濟成長的途徑，反而可能阻礙成長，除非這些支出的重點是放在投資（基礎建設、數碼化、教育等）上，同時配合以提高經濟生產力為目標的改革。

因此，Biden政府在美國的反應與歐洲政府的反應相同，都集中在投資上，絕非巧合。有趣的是，在這種情況下，義大利似乎想利用這一階段來發起以提高生產率為目標的組織改革，而其生產率仍落後於歐洲鄰國。

但是，在經歷2020年高度貨幣政策和2021年顯著預算復甦之後，我們是否應該擔心會有2022年財政放緩？無論如何，可以合理預期，公司稅率將提高（過去四十多年期間急劇下降），以提供資金給死灰復燃的1980年代的福利國家政策，該類政策曾遭受猛烈抨擊。這是Janet Yellen在最近舉行的國際貨幣基金組織（IMF）高峰會議上講話的要素。隨著數碼化顛覆的加劇，面臨的挑戰是在日趨雙元經濟中，找到政府融資方式上的永續性平衡。

似乎可以肯定之事為：政府不能在不危害其長期復甦軌跡的條件下，可以持續地增加其支出，同時繼續降低稅率。能夠增長和創新仍然是這些計畫的長期目標，而2022至2023年期間的增長軌跡可能作為這些復甦計畫有效與否的考驗。

在這種背景之下，除了今年應該繼續復甦的景氣循環性和價值性行業之外，熊彼特式（Schumpeterian<sup>1</sup>）增長可能再次稱霸凱恩斯主義（Keynesian<sup>2</sup>）的增長，並且投資者可能繼續將資金優先投入由創新力和永續增長所驅動的國家和參與者，可能因此會不利於景氣循環性行業和增長模式過度依賴債務積累的國家。在這種景氣循環性復甦將在下半年擴展到所有國家之後，我們明年可能會發現更大的分歧。

1 - 熊彼特式增長：以著重於技術進步和提高生產率為特徵的成長模式。

2 - 凱恩斯主義增長：在經濟活動低迷時期，以政府實行逆景氣循環性的復甦措施，進行干預來支撐需求為特徵的增長模式。

## 原物料價格大漲：COVID-19蝴蝶效應乎？

中國的崛起和城市化引發了二十多年前的上一回原物料週期，但最近原物料價格仍在穩定地上漲。短期效應，諸如Covid-19大流行抑制供應鏈以及經濟活動重新開放，會加劇這些通貨膨脹壓力；從長遠來看，基礎建設計畫以及綠色轉型應該會發揮作用。



已經連續幾個月至今，幾乎所有原物料價格都在飆升，延續自2020年中期以來所觀察到的市場反彈。在能源和非能源原物料價格均上漲期間，高盛原物料指數從過去十二個月到現在上漲90%以上，達到2015年以來的最高水平（見圖1）。事實上，貴金屬和工業金屬價格正在飛漲，而銅和鈹的價格已接近其歷史最高水平。農產品價格也同樣出現驚人增長，大豆和玉米價格在一年之內翻了一番。另一方面，油價已回到大流行疫情前的水平，但由於亞洲特別是印度的COVID-19確診案件激增，最近這種漲勢有所緩解，並且在取消對伊朗制裁的協議也有進展，原油供應可能因此會增加。

### 供應鏈受抑制之下全球復甦

像任何資產一樣，原物料價格由供求關係決定。在這一局中，COVID-19無疑改變了短期均衡。如果全球經濟在2020年暴跌，中國早期蓬勃復甦加上最近美國加速增長（預計今年增長6.2%）無疑將帶動全球對原物料的需求，尤其是銅（圖2）。

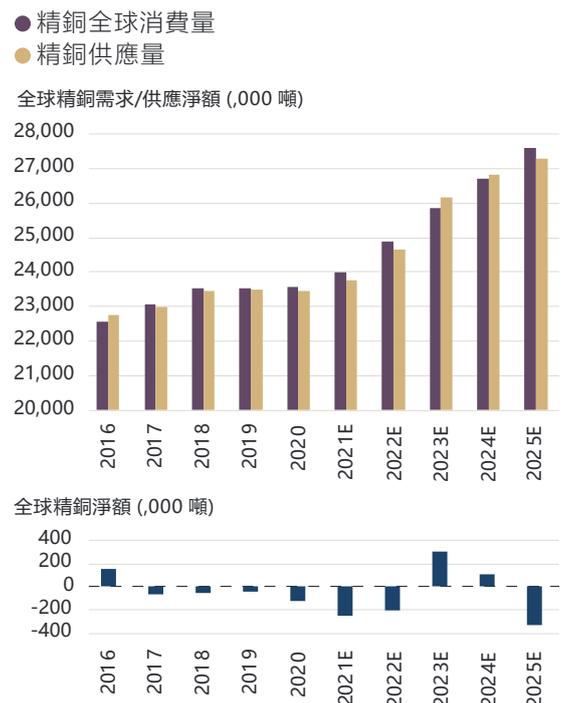
在供給面方面，大流行疫情導致幾個領域短缺：礦場不得不關閉、頁岩油油田開採工作中斷、缺乏工人也對農業生產能力形成壓力。特殊事件匯聚也為原物料價格暴漲創造完美風暴，例如：俄羅斯的礦井被淹沒、巴西的乾旱天候、甚至是最近的蘇伊士運河堵塞癱瘓等。

圖1：原物料價格上漲正助長通貨膨脹預期，以100為基數



來源：彭博，東方匯理財富管理。

圖2：COVID-19令銅價增加短期失衡



E: 預測。

來源：高盛、東方匯理財富管理。

原物料市場超過  
**50%**  
現在處於期貨  
貼水狀態

因此，現在原物料市場有超過50%處於期貨貼水 (backwardation) 狀態。目前的一年期期貨權利金 (premium) 甚至已經攀升到至少是從2007年以來的最高價位：大豆為16%，錫17%，玉米22%；證明供需之間失衡的強度。

但是，有幾項關鍵因素在中期之內應該持續追蹤。的確，一旦供給中斷程度減弱，並且需求恢復正常，那麼漲勢可能就逐漸消失。石油價格可能受到OPEC供給增加和原物料出口商全球復甦的影響，而財政刺激措施放鬆，以及中國經濟成長組合再平衡可能會抑制原物料價格上漲。

### 綠色轉型：長期催化劑

超出短期因素外，結構性變動也產生作用。即將發生的基礎建設計畫以及電子行業對特定原物料的需求不斷增加，應該會支撐某些原物料價格。更重要的是，政府強調減少二氧化碳排放和發展永續專案以達成《巴黎協議》的氣候變化目標將成為真正的催化劑。除此之外，生質能 (biofuels) 市場預計將在未來十年以每年8.3%的速度增長，這將帶動升高對大豆油的需求，而銅、鉑、或鈮等工業金屬將受益於電池充電基礎設施和綠色轉型專案的建設。

### 對市場的可能後果

原物料價格飆漲在事實上對通貨膨脹產生影響。由於目光都齊聚在通貨膨脹指標上，以及通貨膨脹的持續時間是否會比預期更久，原物料價格使投資者的擔憂惡化，美國10年期債的平衡通貨膨脹率達到新高。因此，採用自上而下的方法，原物料價格上漲應該是監控投資組合的全球資產分配的關鍵因素。按照自下而上的方法，四月美國生產者物價上漲6.2%，中國生產者物價上漲6.8%，核心問題是：公司是否能夠將投入成本轉嫁到其銷售價格中。

最後，某些國家可以從原物料通貨膨脹中獲益。例如，新興經濟體和發展中經濟體出口收入的主要來源之中，銅、鐵、或鋁等金屬佔35%。因此，某些貨幣與原物料價格呈正相關。澳洲是煤炭和鐵礦石出口最豐富的國家，或者加拿大具有廣闊而且原物料豐富的未遭人為破壞之地，而加拿大對原物料價格非常敏感，這解釋為何其貨幣最近的表現不佳 (圖3)。然而，投資者應謹記在心，在推論時「其他所有條件都相同」的假設依然有效，很顯然，其他因素必需納入考慮。比方說，雖管巴西是鐵礦石和農產品的主要出口國之一，但巴西幣BRL的表現不佳主要是由於最近幾個月疫情嚴重。

圖3：澳元和加元得益於原物料價格上漲，基數為100



來源：彭博，東方匯理財富管理。  
過往經理績效不能保證未來投資收益。



五月，中央宏觀經濟消息出於美國。最新的官方的負面勞動力市場數據使經濟學家感到吃驚，並建議Fed要等更長時間才決定減少買債規模。然而，價格動態令投資者感到意外，這使Fed有關暫時性通貨膨脹方面的信譽問題成為焦點。

## 美國

大西洋兩岸地區的經濟復甦已得到確認，今年前三個月的GDP年均增長率為6.4%，目前比大流行疫情之前水平低0.9%。貢獻增長的因素之中，民間消費（按年率化計算增長10.7%）由於接二連三刺激計畫的作用顯然成為增長的主要驅動力。反之，庫存和對外貿易的變化在邏輯上是增長阻力。然而，隨著經濟活動的繼續加強，人們的注意力轉向勞動力市場數據和通貨膨脹指標。

的確，關鍵消息出於美國最新的勞動力市場報告，報告中的非農業就業人口嚴重低於經濟學家的預期。

儘管休閒和餐館業顯示顯著的增長，反映美國經濟的重新開放，但臨時性支援服務、快遞及公文遞送員、和汽車製造業的損失抵消了這些增長。理由包括：缺乏熟練工人、缺乏托兒服務、供應鏈受束縛、以及由於失業救濟金增加所造成的機會成本。因此，僅創造266,000個就業機會，遠低於四月的100萬待業人數，使失業率上推至6.1%（與預期下降至5.8%比較）。

整體通貨膨脹率上漲遠高於市場所預期的

4.2%

另一大意外是四月的通貨膨脹數據。儘管分析人士均預期基數效應會發揮作用，但整體通貨膨脹率仍遠高於4.2%共識（與預期之3.6%相比）。雖然這也是由於原物料價格上漲，尤其是能源價格上漲（圖4），汽油一年內上漲50%，但核心通貨膨脹率仍高於Fed所設的目標3%，與三月相比上漲0.9%，是自1982年四月以來最大的漲幅，其上行壓力來自美國經濟瓶頸倍增、二手車價格創紀錄飆升10%、以及服務業的通貨膨脹壓力（+2.5%）所造成。較高的通貨膨脹率迫使消費者對其預期上升（4.6%對比3.4%）。投入成本的上升以及來自諸如麥當勞或亞馬遜等大公司加薪的新聞，也開始引起投資者擔心通貨膨脹持續時間會長於預期。然而，聯邦公開市場委員會（FOMC）重申，今年的通貨膨脹率應只成長2.4%。

## 歐洲

儘管第一季的活動量與前季相比下降0.6%（預期為-0.8%），但隨著疫苗接種率的不斷提高（歐盟之內為32%）和活動限制再次放鬆，一切都預示情況即將好轉。事實上，即使尚未完全復甦，工業生產和訂單的前景仍在改善，五月的ZEW經濟信心指數躍升18點至84點，反映出人們日益趨於樂觀。

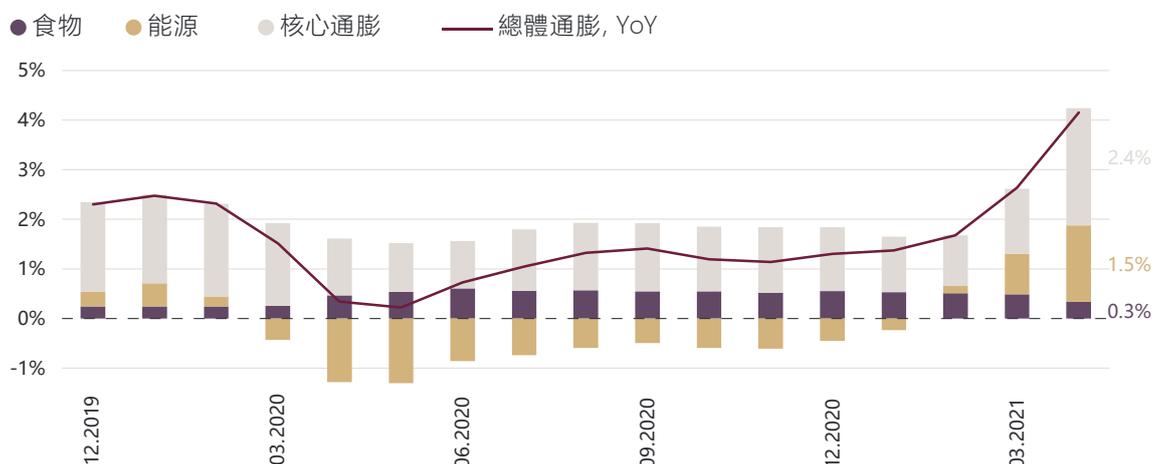
產能利用率迅速恢復至2017年中以來的最高水準，儘管出行活動持續受到限制，但零售額出人意料地復甦，恢復到危機前的水平。

活動調查（於5月21日公布的五月PMIs）超出預期，證實對歐洲宏觀經濟於2021年下半年復甦的樂觀看法。

## 中國

新興市場的格局中，中國仍然表現出色，但其宏觀動能正逐漸放緩。工業生產按年率計算增長9.8%，低於前月之14.1%，而零售額成長17.7%，但低於預期（24.9%）。房價不斷上漲（4月為+4.8%）仍然是主要憂慮之處，並因此推動了貨幣政策的立場。因此，由於中國人民銀行（PBoC）要求主要貸款機構保持穩定和合理的增長，新貸款增長率小幅下降至12.3%（相對預期為12.5%）。而且，雖然消費者物價指數（CPI）的通貨膨脹率仍受到豬肉週期的壓低，但在國內生產穩定復甦、原物料價格上漲、和基數效應影響中，生產者物價指數（PPI）成長6.8%，高於預期。

圖4：能源推動價格的動態，但核心通貨膨脹率高於FED的目標，%



來源：彭博，東方匯理財富管理。

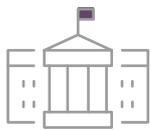
在某些已開發國家的疫苗接種勢頭增強，而另一些國家大流行疫情在肆虐之時，市場預期拖長的通貨膨脹率將超過中央銀行的目標。雖然這與2020年相比如同鏡像效應，在這種異常的經濟形勢之下，謹慎仍是關鍵，但我們仍在挑戰大流行疫情對長期人口、增長、和通貨膨脹所構成的長期影響。

通貨膨脹仍然是投資者的主要題目，因為美國四月份的通貨膨脹率為4.2%，比預期的年率化水平高0.6%，而就業市場所創造的就業機會低於預期令人感到失望。好幾個國家刊出的PPI介於高個位數字或低兩位數字之間，以價格緊張作為根本原因來安慰市場。儘管如此，美國四月份的收益曲線表現出較低的收益率，尤其是在30年期間，收益率從2.39%下降至2.30%。歐洲的市場滯後有三個月之長，然後自四月中旬以來，收益率急劇上升。在夏季旅遊旺季之前，加快疫苗接種和重新開放經濟活動的前景下，有助於提高政府和預測專家對經濟的展望。歐洲基準收益率上升伴隨著周邊國家的利差擴大。

購債規模的辯論仍將是定息債券投資者關注的焦點。我們預期Jerome Powell可能在即將舉行的Jackson Hole研討會上對此提出一些指引。ECB在六月舉行的會議也將受到監視。同時，英格蘭銀行減縮其債券購買計劃，主要是出於技術原因。另一方面，加拿大央行和巴西銀行提高其基準利率：與原物料價格掛鉤的國家和/或一些新興國家在其經濟體中的某些行業正面臨過熱問題。

## 企業債券

信貸市場在波動性極低的環境中，維持其穩定的格局。基本面改善，同時財務報表季度強勁表現(圖5)。受災最嚴重的行業仍在從大流行疫情中掙扎恢復，例如：旅行和休閒、汽車製造商、和銀行。信貸市場的價值性細分市場，也稱為高收益行業中的CCC級別(bucket)，表現優於美國和歐元市場。



所有的目光  
都聚集在

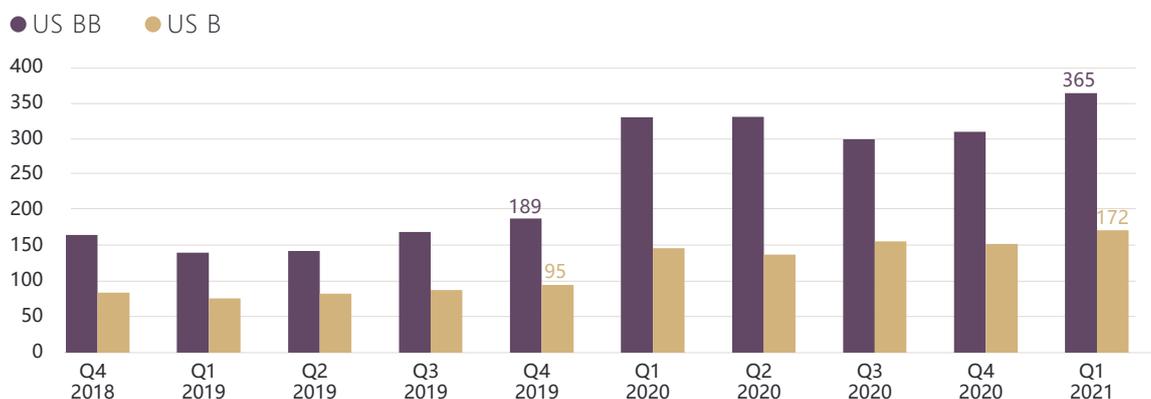
FED

逐漸縮減購債  
規模的討論  
日程表

## 各國中央銀行

到目前為止，Fed和歐洲央行(ECB)都維持寬鬆的貨幣政策，並且應該在可預見的將來也是如此。但是，在最近通貨膨脹上升後幾週內，有關Fed逐漸縮減

圖5：美國BB級與B級企業的現金和現金等價物之中位數，百萬美金計



來源：Capital IQ、東方匯理財富管理。



公司能夠以不影響業務發展的速度下融資其現金需求。低違約率部分解釋為何利差收緊，以及全球環境低波動之因。展望未來，高收益市場可能勉強倖免於股市波動性的激升。

自今年年初以來，銀行發行的深度後償債項 (subordinated debt, 即所謂的 additional tier 1 capital (AT1) 市場) 一直表現良好，至今為止，所有銀行都在其買回行使日 (the first call date) 將其現有的債券贖回。銀行以發行新的中長期AT1 (額外一級資本債) 方式來再融資這些贖回。我們認為這些新債券過於豐富，寧願對這一資產類別非常看漲的立場重新考慮為中立，以相對價值考量而不執著於根據相當多的業績公布做判斷。

## 新興債務

新興市場 (EM) 的第二季仍缺乏正向的催化劑。原物料價格上漲，加上高收益EM外匯疲軟以及持續不已的供應瓶頸所帶來的成本主導壓力，將使EM在未來幾個月內很有可能保持堅挺的通貨膨脹勢頭。更詳細地講，EM企業在利率上升時期比其他EM的定息債券細分市場更具復原韌性，我們預期目前這段時間的表現也會相同。較短的持續時間和高收益偏好使利率上升和曲線陡峭壓力得到緩衝。幾個月以來，我們持續觀察到亞洲信貸的價值，但我們必須承認，整體市場情緒目前較弱 (圖6) 如美國第13959<sup>3</sup>號行政命令正持續進行制裁，LGFV<sup>4</sup>疲軟而不確定，以及最近發生的中國華融事件...

圖6：亞洲高收益：2/3的整體評級為中國信用額度，流動資產疲軟限制其升級之路



來源：穆迪、東方匯理財富管理。

3 - 第13959號行政命令是美國總統Donald Trump於2020年11月12日所簽署的美國總統行政命令。其既定目標是「處治資助中共軍事企業的證券投資所帶來的威脅」。

4 - Local Government Financing Vehicles (地方政府融資工具, 簡稱LGFV)。

記錄之立在於求破，從這個角度來看，這次財務報表財季度超越所有預期，導致2021年收益修正的猛然加速，現在預計今年全球增幅為35%。在疫苗注射部署和封城措施逐步放鬆的支持下，復甦週期仍上正軌。這次的強勁擴張階段將在某一時機轉上更成熟的階段，這表示股票市場的方向性將減弱，儘管現在就下這步棋還為時過早。

即使總體的設想仍然受到青睞，但在情緒/部位特別看漲以及某些負面分歧傾向實現的情況下，也不能排除短期市場修正的風險。最近對通貨膨脹的關注可能是短期修正的催化劑，但下方風險仍然有限。



2021年全年全球  
EPS增長率預計達  
**+35%**

## 美國

就盈利意外而言，美國的財務報表財季度似乎是個異數，其標準普爾500指數的公司中有85%公布利潤高於預期，而第一季度盈利增長率則比市場所預期的50%高出20%。

然而，儘管這回的財務報表季度表現是異數，但不可否認，股票發行之後市場缺乏積極的反應。的確，如果收到財務報表季度始於投資者的高亢情緒，那麼對通貨膨脹的憂慮將逐漸超越好的財務報表所帶領的動向。

PPI<sup>5</sup> 四月增長達6.2%，是自美國勞動統計局於2010年開始追蹤該指標以來最大的YoY增幅，標準普爾500指數中的175家企業在其第一季財務報表電話會議上報告「通貨膨脹」（至少是2010年以來的最高的總體數字），對通貨膨脹的憂慮正在上升。

更甚者，通貨膨脹，當然還有利率，在股票估值之時也發揮重要作用。在這種背景下，最昂貴和最便宜的證券之間的業績差距更加嚴重。事實上，在過去30天之內，美國25%最低估值比率的股票上漲6.2%，而25%最昂貴的股票下跌7.6%。通貨膨脹是我們小心監視的風險因素。

## 歐洲

我們確定對歐洲股市持建設性立場。首先，今年的每股盈餘（EPS）將會增長強勁，尤其，因為疫苗接種的加速對經濟體活動的重新開放，致使首季財務報表季度表現良好，2021及2022年盈餘估計將繼續以更快的速度上調。其次，歐洲比美國或新興市場更偏向價值性行業，我們應該注意到，儘管這些行業的EPS正在六個月以來最好的勢頭，但與市場平均水平相比仍處於相當大的折讓交易狀態，在市場尚未得到充分回報。第三，估值受到當前負實質利率環境的支持，只要其價格不會急劇上升，投資者就可以應付當前 PE (price-earnings ratio)。最後，歐洲位居ESG<sup>6</sup> 趨勢的前鋒，並且是投資某些我們長久青睞的長期增長主題（顛覆性科技、永續發展、或新消費趨勢等）的好途徑。在需要監視的風險因素之中，假性增長復甦、或者是歐元強勁升值，可能會像發生於2017年對歐洲股票（尤其是出口商）所造成不利影響。

5 - Producer Price Index (生產者價格指數)。

6 - 環境、社會、與治理。

有利於  
**價值股票**  
的條件  
正在形成

## 新興市場

在這個時候，亞洲股市似乎沒有真正的方向，仍然相當動盪。全球情緒目前似乎在推動亞洲股市表現超過基本面：亞洲（主要是印度）令人憂心的COVID-19感染病例趨勢，以及美國利率上升、通脹憂慮、和對某些中國行業（例如：電子商務和教育）的監管壓力等所引起的走走停停的緊張情緒，都造成亞洲股市環境的動盪不安。

在基礎上，目前實質而且持續的經濟復甦在中國是處於正常化模式，以及預期的EPS正增長，對於亞洲的半導體、消費品、和工業等行業而言都是好兆頭。

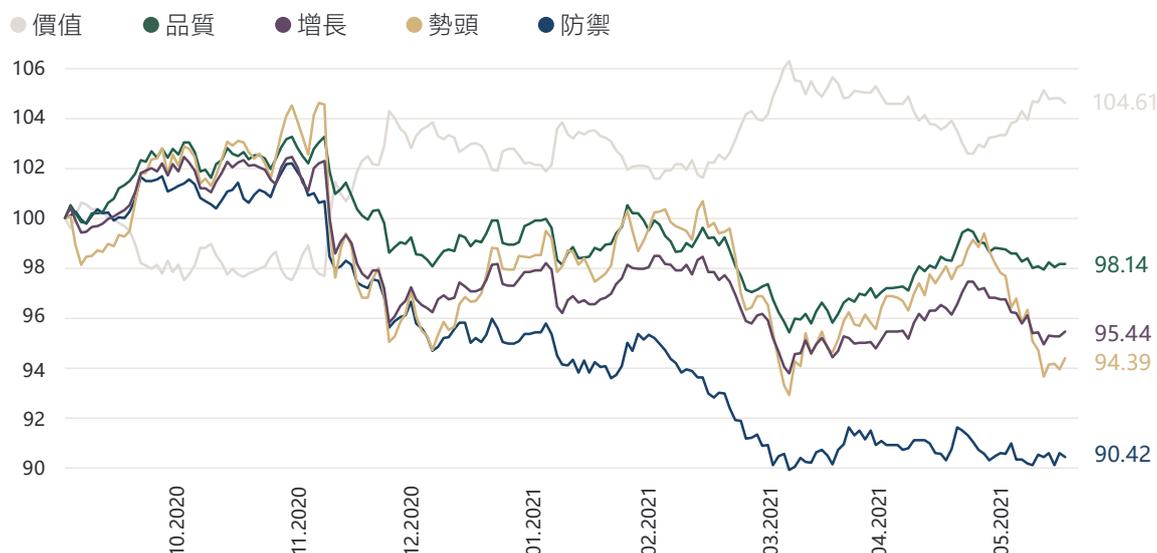
我們對亞洲股市中的中國、韓國、新加坡、印尼、和菲律賓保持持平觀點，而對印度、台灣、馬來西亞、和泰國保持減碼。

我們作為基本面的投資者，繼續專注於實際創造盈餘、永續性、和能見度。

## 策略及行業

有利於價值性行業的條件，例如：預期通貨膨脹率不斷上升、陡峭的收益曲線、或走高的原物料價格等，正在形成。因此，在過去的8個月中，價值因素的表現一直優於歐洲大市，而相對而言，質量和增長的股票則相對落後（圖7）。景氣循環性價值股在目前情況下應繼續得到支持，但其中有些股票的估值已經顯得捉襟見肘。因此，我們逐漸從在強勁的經濟復甦之時所定價而通常價格高昂的工業性/景氣循環性行業（資本貨物、化工產品、半成品...等）轉向「深度價值行業」，或者至少是進度落後於通貨膨脹的細分市場，比如，應從收益率上升中受益的金融業。基本資源和石油也是利用原物料再定價和通貨膨脹預期上升情勢的好方法。

圖7：MSCI 歐洲，價值型策略引領風騷



來源：彭博，東方匯理財富管理。



五月美元的脆弱性繼續顯現，並轉化為外匯和貴金屬市場的走勢，其中最顯而易見的是黃金的強勁復甦。然而，由於疫苗注射的推出和全球經濟前景的復甦，第二季仍然是屬於歐元的季度。期權市場的波動性小幅回升，同時也是市場具有更大不確定性的徵兆。



## 美元

仍然弱勢

### 美元——無法依靠意外的CPI數據保持強勢

美元除了對利率敏感的日元匯率外，兌換幾乎所有其他貨幣仍然弱勢。儘管核心通貨膨脹飆升意外地高（儘管有某程度如預期），但美國10年期政府債券收益率未能超過四月的高點。因此，永遠鴿派的FOMC說辭至今已經平息對於非「僅僅短暫的」價格壓力的緊張情緒。現在重點將集中在即將舉行的大批美國國債拍賣上。假設需求量足夠大，除非美國收益率飆升，否則美元應該不會長期回升。

目前美國經濟增長結合通貨膨脹率逐年相比而達到峰值的憂慮，很可能馬上會出現。就像在其他地方所看到改善疫苗接種率和消費者支出率一樣，如果事實證明這是正確的，那麼美元可能會恢復其週期性減弱趨勢。進入第三季後，超出這種暫時性和相對性的美國例外制度(exceptionalism)，美元可能表現差於大市，尤其是相對於歐洲和亞洲貨幣而言，因為屆時焦點轉移到日益惡化的雙赤字上。



## 歐元

大有機會見  
2021年高位

### 歐元——最有效的組合有望來臨

歐洲正奮力為其人口接種疫苗，顯然緩慢但肯定會獲得好轉勢頭。雖然會費時更長，但有可能在美國和中國的經濟增長已然爆發達到頂峰之時發生。考慮到歐盟經常帳盈餘的背景，以及按照之前全球增長復甦階段的有利於景氣循環性行業的記錄，歐元有可能在年底前創下2021年新高。讓我們謹記在心，到今年到目前為止，歐元/美元年初至今已鎖定在相對狹窄的範圍內。但是，我們懷疑在第二季/第三季的某時刻，歐元兌美元將突破至超過1.2349的最高水平的高位。

### BRL——目前死緩

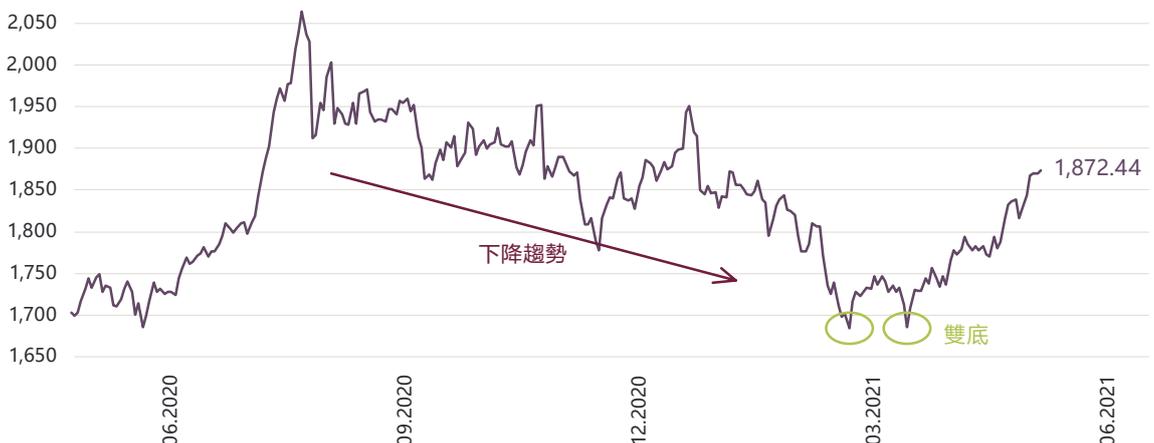
巴西幣巴西雷亞爾 (Brazilian real, BRL) 由於政府和國會克服了預算僵局，兌換美元最終成功回升至5.25美元，而央行又大幅加息，因此消除了BRL先前遭受的收益率劣勢。

即使這兩項舉措都有幫助，但BRL尚未因此走出困境——宏觀經濟的基本面可能會有所改善，但由於前總統Lula可能於明年再度競選（其民意調查勝過現任總統Bolsonaro），政治辯論和財政脫軌的烏雲可能會阻止BRL兌美元匯率升至4.80美元以上。

### 黃金——再次飛龍在天？

技術分析師在第二次拒絕支持1,670美元價位然後回升超過1,850美元之後，正確地指出了黃金的「雙底」形成（圖8），並宣布終止自去年創紀錄高價2,075美元以來的貶值趨勢。對於未來幾個月通貨膨脹及對於Fed提前逐漸縮減購債規模再定價的憂慮與日俱增，促使投資者購買黃金以避險通貨膨脹壓力。亞洲的實物需求和利用美元以外的其他貨幣進行央行儲備多元化對黃金價格特別有利。結合低收益率、美元疲軟、和通貨膨脹率上升等因素仍然提供黃金利好環境。

圖8：黃金形成雙底



來源：彭博，東方匯理財富管理。

### 全球概況

- 根據以支持性政策搭配和疫苗接種加速推動強勁復甦為基礎的假設，中央投資設想仍然穩固。
- 這種復甦方式在中國早已進展，美國可能接近加速高峰，而在歐元區和某些新興市場在疫苗接種方面則滯後。
- 對比前數個月，在美國這種設想的主要轉折似非而是：一方面，創造就業機會的趨勢令人失望（這很可能是暫時性的現象，但導致我們認為Fed在逐漸縮減購債規模之前有時間等）。另一方面，通貨膨脹加速（這似乎不只是短期的暫時性因素）。
- 另一項轉折的根源在於歐元區的前景良好，該區自四月初以來已加速疫苗接種率，將導致下半年更廣泛的復甦，並穩定/削弱中國的宏觀勢頭。
- 這種全球格局對金融市場具有重要影響，因為歐洲貨幣走強，自三月下旬以來利率大幅上升以及歐洲股票重估 (rerating)。
- 這種設想導致我們對風險資產維持建設性的觀點，但在過去幾個月的強勁市場趨勢之後，在戰術上對風險定位的策略更加中立：信貸利差收緊，沒有提供進一步壓縮的空間，也沒有為基本面的惡化提供任何餘地。
- 主要的替代設想依賴通貨膨脹率上升加劇的風險，從而導致收益率曲線更陡峭，這可能同時損害債券和股票。

- 另一種可能性較低的設想是，如果再次出現新的封城措施、降低的財政倍數、或刺激計劃的延遲傳播，則宏觀經濟復甦的失望可能引發這個設想。
- 總體而言，在這項建設性的設想之中，我們預計更多宏觀波動和經濟意外可能會導致各種資產類別的更多波動。

### 定息債券

- 我們預計利率將適度上升。
- 我們預計信貸利差已達到歷史最低水平，因此不會進一步壓縮，這可能證明對諸如後償金融等資產採取更為中立的看法是合理的。
- 然而，高收益市場的套利策略應會在中期之內產生正回報。
- 與通貨膨脹掛鉤的票據在中期之內提供吸引人的避險措施，可以對抗較高的通貨膨脹，但最近幾週通膨損益平衡率表現良好，並且可能會鞏固。
- 對可能受加息影響的美元計價新興債務持中立/建設性觀點，儘管短期挑戰（COVID-19、中國正常化和債務管理，新興市場央行提高利率、政治風險），但對亞洲公司債券的波動性和評級的相對套利仍然具有吸引力。
- 本地貨幣計價的新興債務可以從幾種新興貨幣的套利回報和復甦中受益。



### 疫苗接種加速

的歐元區  
前景看好

## 股票市場

- 在強勁的財務報表季度導致大西洋兩岸的2021財年的EPS預期大幅向上修正之後，對全球股票持建設性看法。
- 青睞歐洲股票，這些股票提供良好的價值性和景氣循環性主題的風險投資機會。對美國股票持中立看法。
- 股票估值捉襟見肘，可能容易受到更高利率的影響，但是我們目前尚未找到催化劑，可以合理證明戰勝市場類型的修正。
- 投資組合的部位應該有利於價值性和景氣循環性的作用，相對於優質性和防禦性故事，後兩者更容易受到較高利率的影響，但在價值性和創新性長期增長之間保持全面良好的平衡。
- 對價值性有力的配置本身就是對付通貨膨脹和更高利率的良好避險方式。
- 儘管面臨短期挑戰，但在策略上仍保持推薦中國。

價值仍然是抵禦  
通貨膨脹  
和高利率  
的良好對沖

## 外匯和貴金屬

- 歐元/美元：隨著歐元區退出封城措施並加速疫苗接種，預期在2021年第二季美元走強的窗口可能已經消失；歐元兌美元進入窄幅區間之後，在未來幾個月可能會面臨更大的波動；但是，我們應該預期歐洲央行將對歐元進一步升值做出反應，這可能限制歐元升至1.25以上。
- 人民幣：維持積極的推薦，根據高實質利率和貨幣正常化證明其合理。
- 維持對澳元和紐元等原物料貨幣持建設性看法。
- 新興市場貨幣：目前正在提高利率的國家產生有趣趨勢，例如，儘管在衛生、財政、和政治方面面臨挑戰，但是這趨勢可能催生以BRL套利為主題的回歸。
- 黃金：黃金在近期由於實質利率低導致高於200天移動平均線的反彈之後，在短期內似乎更容易受到長期利率上升的影響，但從長期來看，黃金在通貨膨脹、貨幣貶值、和美元走軟方面仍然是很好的避險工具。

## 主要建議

	戰術觀點 (短期)	策略觀點 (長期)
<b>定息債券</b>		
<b>政府債券</b>		
核心歐元10年(德債)	=	=
歐元周邊	=	=/-
美元10年	=/-	=
<b>信貸</b>		
投資級別	=/-	=/+
高收益歐元/BB->	=	=/+
高收益歐元/B+<	=	=
歐元金融債券	=	=/+
美元投資級別	=	=/+
美元高收益BB->	=	=/+
美元高收益B+<	=	=
<b>新興市場債券</b>		
國債美元貨幣	=	=/+
國債當地貨幣	=	=
拉美信貸美元	=/-	=/-
亞洲信貸美元	=	+
人民幣債券	=/+	+
<b>股票市場</b>		
<b>地理分佈</b>		
歐洲	+	=
美國	=	=/+
日本	-	=/-
環球新興市場	=	=/+
拉美	=/-	=
東南亞	=/-	=
中國	=/+	+
<b>策略</b>		
增長型	=/+	+
價值型	+	=/-
品質型	=/-	=
景氣循環性	=/+	=
防禦型	=/-	=/-
<b>外匯</b>		
美國(USD)	=	-
歐元區(EUR)	=/+	+
英國(GBP)	=/-	+
瑞士(CHF)	-	=
日本(JPY)	=/-	=
巴西(BRL)	=/+	=
中國(CNY)	=	+
金(XAU)	=/-	=/+

來源：東方匯理財富管理。

# 08 • 市場監測 (當地貨幣)

## 精選市場走勢

2021年5月19日數據



貨幣	收市	四星期變動	年初至今
美國10年	1.67%	11.55	75.78
法國10年	0.28%	21.00	62.60
德國10年	-0.11%	15.20	46.10
西班牙10年	0.61%	21.60	56.40
瑞士10年	-0.13%	12.50	42.50
日本10年	0.08%	0.30	6.00

企業債券	收市	四星期變動	年初至今
新興市場政府債券	43.79	0.48%	-3.23%
歐元政府債券	218.34	-0.76%	-1.72%
歐元高收益企業債券	210.88	0.04%	1.85%
美元高收益企業債券	322.40	-0.02%	1.33%
美元政府債券	321.35	-0.14%	-1.39%
新興市場企業債券	52.03	-0.17%	-2.02%

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
歐元/瑞士法郎	1.10	-0.31%	1.76%
英鎊/美元	1.41	1.32%	3.26%
美元/瑞士法郎	0.90	-1.40%	2.15%
歐元/美元	1.22	1.16%	-0.34%
美元/日元	109.22	1.05%	5.78%

波動率指數	收市	四星期變動	年初至今
VIX	22.18	4.68	-0.57

股票指數	收市	四星期變動	年初至今
標普 500 (美國)	4,115.68	-1.38%	9.57%
富時 100 (英國)	6,950.20	0.80%	7.58%
歐盟 600	436.34	-0.07%	9.35%
東証股價指數	1,895.24	0.37%	5.02%
摩根士丹利環球	2,910.94	-0.75%	8.21%
中國滬深300指數	5,172.27	1.44%	-0.75%
摩根士丹利 新興市場	1,327.54	-0.70%	2.81%
摩根士丹利 拉丁美洲	2,479.34	3.47%	1.12%
摩根士丹利 EMEA 歐 (歐洲, 中東, 非洲)	269.71	2.48%	11.79%
摩根士丹利 亞洲 (日本除外)	863.16	-1.40%	2.40%
法國巴黎 40 (法國)	6,262.55	0.84%	12.81%
德國 DAX (德國)	15,113.56	-0.54%	10.17%
義大利 MIB (義大利)	24,486.69	1.35%	10.14%
西班牙 IBEX (西班牙)	9,070.70	6.47%	12.35%
瑞士 SMI (瑞士)	11,045.20	-1.46%	3.19%

商品	收市	四星期變動	年初至今
鋼筋「人民幣/公噸」	5,379.00	4.22%	27.46%
黃金「美元/安士」	1,869.62	4.23%	-1.51%
WTI原油「美元/桶」	63.36	3.28%	30.59%
銀「美元/安士」	28.01	5.41%	6.04%
銅「美元/公噸」	10,001.50	5.89%	28.79%
天然氣「美元/百萬英熱單位」	2.96	10.10%	16.74%

來源: 彭博, 東方匯理財富管理。  
過往經理績效不能保證未來投資收益。

### 每月投資回報, 指數

- 富時 100
- 東証股價指數
- 摩根士丹利環球
- 摩根士丹利 EMEA
- 摩根士丹利 新興市場
- 歐盟 600
- 標普 500
- 中國滬深300
- 摩根士丹利 拉丁美洲
- 摩根士丹利 亞洲「日本除外」

最強表現



	2021年2月	2021年3月	2021年4月	四星期變動	年初至今 (2021年5月19日)
富時 100	3.08%	6.08%	5.24%	3.47%	11.79%
東証股價指數	2.61%	4.80%	4.52%	2.48%	9.57%
摩根士丹利環球	2.45%	4.25%	3.82%	1.44%	9.35%
東証股價指數	2.31%	4.24%	3.19%	0.80%	8.21%
東証股價指數	1.83%	3.98%	2.41%	0.37%	7.58%
東証股價指數	1.22%	3.55%	2.37%	-0.07%	5.02%
東証股價指數	1.19%	3.11%	2.02%	-0.70%	2.81%
東証股價指數	0.73%	-1.70%	1.81%	-0.75%	2.40%
東証股價指數	-0.28%	-2.66%	1.49%	-1.38%	1.12%
東証股價指數	-3.10%	-5.40%	-2.85%	-1.40%	-0.75%

最弱表現



來源: 彭博, 東方匯理財富管理。  
過往經理績效不能保證未來投資收益。



ESMA：歐洲證券及市場管理局。

USMCA：美國、墨西哥和加拿大協定，即於2018年9月30日由三國政治領導人簽署的自由貿易協定，用於取代北美自由貿易協定NAFTA，1994年簽署。

現貨溢價：指現貨價格高於期貨價格，與之相反的情形稱為期貨溢價。

啞鈴：一種資產管理策略，只做兩端投資，如只投資於短期債券和長期債券。

ECB：歐洲中央銀行。負責歐盟及歐元區的金融及貨幣政策。

由下至上：一種投資組合管理方法，一種投策略或分析方法，關注具體企業帳號及細節，自上而下的分析方法則與之相反，關注的是宏觀經濟總量。

EPS：每股盈利。

布蘭特：一種低硫原油，通常用作歐洲原油價格的基準。

Bund：德國10年期債券。

Call：指金融工具的看漲期權。即在給定價格下購買的權利。

CFTC（商品期貨交易委員會）：美國獨立監管機構，負責監管美國商品期貨、期權市場。

COMEX（商品交易所）：1994年於NYMEX（紐約商業交易所）合併，負責金屬期貨和期權交易。

海灣合作委員會（GCC）：促進阿曼、沙烏地阿拉伯、科威特、巴林、阿拉伯聯合酋長國和卡塔爾之間的區域合作的組織。

期貨溢價：指期貨價格高於現貨價格。相反的情形稱為現貨溢價。

次級債：當債務的償還以先償還非次級債務為條件時，稱為次級債務。作為接受額外風險的回報，次級債券往往提供更高的收益率。

G10十國集團：五大集團之一，其他四個集團分別為七國集團、八國集團、二十國集團、二十四國集團，是為促進具有相似（經濟）利益的國家之間交流和合作的團體。10國集團成員國包括：比利時、加拿大、法國、德國、義大利、日本、荷蘭、瑞典、瑞士、英國和美國，瑞士是第11個成員國。

存續期：反映債券或債券基金對利率變動敏感度。該值以年為單位表示。債券久期越長，價格對利率變化的敏感度就越高。

EBIT（息稅前利潤）：指扣除利息和利潤稅之前的利潤，即營業利潤。

EBITDA（利息、稅項、折舊和攤銷前利潤）：包括淨利潤，加上利息、稅項、折舊及攤銷費用。它用於衡量一個公司去除非營業費用和非現金費用產生之前的盈利性。

ESG：環保（E）、社會（S）和治理（G）。

Fed：美國聯邦儲備理事會，即美國的中央銀行。

IMF：國際貨幣基金組織。

FOMC（聯邦公開市場委員會）：美國聯儲局的貨幣政策機構。

期貨：交易所金融交易工具，允許交易標的資產以未來價格進行交易。

GHG：溫室氣體。

高收益：一種債券，因其評級低於投資等級的債券，也被稱為“垃圾債券”（所有評級均低於標普評級）。評級越低，收益率越高，通常情況下，還款風險越高。

PMI：採購經理人指數。

經濟驚喜指數：衡量公開的宏觀經濟數據與預測者預期的差異程度。

iBoxx投資級/高收益指數：以多渠道即時價格衡量投資級/高收益公司債券收益率的基準。

羅素2000指數：衡量美國小市值股份表現的基準。該指數由羅素3000指數當中市值最小的2000隻股票構成。

投資級：根據標準普爾的標準，評級在AAA和BBB-之間的優質債券類別。

CPI（消費者物價指數）：用於評估居民家庭一般所購買的消費品和服務專案價格水準，通常被作為觀察通貨膨脹水準的指標。

LIBOR（倫敦銀行同業拆息）：選定銀行在倫敦金融市場融資同意支付的銀行間平均利率。LIBOR將於2020年停止生效。

LME（倫敦金屬交易所）：倫敦銅、鉛或鋅等商品的買賣場所。

Loonie：加拿大1加元硬幣的別稱。

貸款價值比（LTV）：貸款價值比，表示貸款金額與所購資產價值的比率。此比率一般用於按揭領域，金融監管者通常會設定比率上限，以保護放款人和借款人雙方，抵禦房價突然驟降可能帶來的衝擊。

逐日盯市：以現行市場價格的資產評估。

折價債券：以低於債券面值的價格交易的債券，即低於100。

經合組織（OECD）：經濟合作與發展組織。

OPEC：石油輸出國組織，共有14個成員。

OPEC+：由OPEC國家和包括俄羅斯、墨西哥和哈薩克斯坦在內的其他10個國家組成。

WTO：世界貿易組織。

GDP（國內生產總值）：國內生產總值衡量的是居住在本國領土內的經營者每年生產的商品和服務。  
基點：1個基點=0.01%。

量化寬鬆（QE）：中央銀行為向經濟體注入流動性而購買而購買債券等資產的貨幣政策工具。

人民幣：中國貨幣的官方名稱（香港、澳門除外）。通常被稱作元。

認沽期權：期權契約提供買方權利而非義務，在特定時間段內以設定價格出售一定數量的投資資產。購買認沽期權的買方認為投資的股票價格將在到期日之前跌至期權價格之下。當投資資產價值下降時，認沽期權的價值會增加，反之亦然。

SEC（證券交易委員會）：獨立聯邦機構，負責美國證券市場的有序運作。

息差（信貸息差）：息差是兩種資產之間的差額，通常是利率之間的差額，比如公司債券與政府債券的息差。

SRI：可持續經營與社會責任型投資。

混合型證券：同時具有債券（支付票息）和股票（無到期日或到期日非常長，可能如股息般，不支付票息）特徵的證券。同股息一樣，票息可能不會被支付。

VIX：標準普爾500指數的隱含波動率指數，它以指數期權為基礎，衡量股市操作者對30天波動性的預期。

楔形：一種技術分析中的證券價格形狀，即在價格圖表上，上下兩條趨勢線收窄成一個箭頭形狀，即出現一個楔形。

WTI（西德克薩斯中質原油）：即在美國開採的原油。WTI原油合約在美國期貨市場交易，其價格為具指標性的原油價格基準。

# 免責聲明

本文件題為《Monthly House View》(「冊子」)，其發行僅供行銷溝通之用。

其起草所用的語言構成Indosuez Wealth Management工作語言的一部分。

本冊子所公佈資訊，未經過任何地區的市場或管理機構審核和批准。

本冊子並非為任何特定國家之人士而設計。

本冊子不適用於在其分發、發佈、上市、或使用違反該國或司法管轄區適用法律或法規的國家或司法管轄區之公民、居住者、或居民。

本文件不構成或不包含購買或出售任何金融工具和/或服務的要約或邀請。同樣地，其亦不以任何方式構成策略、個人化或一般性的投資或撤資推薦或建議、法律或稅務建議、審計建議、或任何其他專業性質的建議。不代表任何投資或策略適合並切合個人情況，也不代表任何投資或策略構成對任何投資者的個人化投資建議。

除非另有說明，本文件中的相關日期是本免責聲明最後一頁所提到之編輯日期。本文所包含資訊以公認可靠的來源為基礎。我們盡最大努力確保本文中不包含資訊之及時、準確、和詳盡。本文指示的所有資訊及價格、市場估值和計算得隨時更改，恕不另行通知。過去的價格和業績不一定指示出未來的價格和業績。

所指風險包括政治風險、信用風險、外匯風險、經濟風險、和市場風險等。進行任何交易之前，應諮詢您的投資顧問，並在必要時就風險以及任何法律、法規、信貸、稅收、和會計後果獲取獨立的專業意見。建議閣下聯絡私人顧問，以便根據閣下特定的財務狀況以及財務知識和經驗獨立作出決定

當投資變現並轉換回投資者的基礎貨幣時，外幣匯率可能會對投資的價值、價格、或收入產生不利影響。

CA Indosuez Wealth (Group) ("Indosuez Group") 依據法國法律註冊組成，是Crédit Agricole集團所屬Wealth Management事業的控股公司，包含其在此事業中運營的(直接和間接)子公司和/或其合併實體，即CA Indosuez Wealth (France), CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM and CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA and CA Indosuez Wealth (Miami)，其各自的(直接和間接)子公司、分支機構、和代表處，無論位於何處，均以Indosuez Wealth Management品牌經營。各成員公司個別稱為「實體」，統稱為「實體集團」。

實體集團或其股東、及股東、子公司，以及更廣泛地來說，Crédit Agricole Sa集團(「集團」)旗下的公司，以及其各自企業管理首長、高階管理人員或員工得以個人、或以第三方的名義或代表第三方，從事本冊子中所述的金融商品交易，持有與這些金融商品有關的發行人或擔保人的其他金融商品，或者得為或接受這些實體集團提供或者尋求提供證券服務、金融服務、或任何其他類型的服務。在實體和/或Indosuez Group實體，擔任本冊子所提及的某些產品和服務的顧問兼/或經理、行政人員、分銷商或承銷商，或執行實體和/或Indosuez Group擁有或可能具有直接或間接利益的其他服務情況下，閣下的實體應優先考慮投資者的利益。

考慮到您的原籍國，居住國、或與您相關的任何其他國家/地區的法律，某些投資、產品、和服務，可能會受到法律和法規約束，或者可能無法不受限制地在全球提供。特別地，本冊子所介紹的產品或服務不適用於美利堅合眾國及加拿大居民。實體集團得依據適用法律和法規並受許可約束，以其契約條件和價格提供產品和服務。產品和服務得隨時修改或撤銷，恕不另行通知。

請與您的客戶經理聯絡以取得更多資訊。

根據適用法規，每一實體均可提供本冊子：

- 在法國：本冊子由CA Indosuez Wealth (France) 分發，該機構乃具有資本額82,949,490歐元之上市有限公司，在French Register of Insurance Intermediaries註冊，編號：07 004 759，和在Paris Trade and Companies Register註冊，編號：572 171 635之信用機構和保險經紀公司，地址：17 rue du docteur Lancereaux 75008 Paris, France。監督機構為Prudential Control and Resolution Authority and the Autorité des Marchés Financiers。本冊子所載之資訊均不構成 (i) 歐盟委員會2016年4月25日頒佈的第2017-565號委託條例第36條及歐洲議會和理事會2014年4月16日頒佈的關於市場濫用的第596/2014號條例第34、35點第1段第3條所指的投資研究，亦不構成 (ii) 法國貨幣及金融法典D.321-1條所指的個人投資推薦。建議投資者在與CA Indosuez Wealth (France) 的常用聯絡人溝通後，再行考慮本冊子所含資訊，並視情況向私人會計、法律和稅務專家獲取建議；
- 在盧森堡：本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) 發行，根據盧森堡法律成立的有限公司(société anonyme)，股本為415,000,000歐元，註冊辦事處位於：39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg，註冊於Luxembourg Companies Register, B號：B91.986，是經授權的信貸機構，成立於盧森堡並受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。
- 在西班牙：本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana發行，受Banco de Espana (www.bde.es) 及Spanish National Securities Market Commission (Comision Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es) 監管，是CA Indosuez Wealth (Europe) 的分支機構，是一家信貸機構正式在盧森堡註冊並受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。地址：Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Spain)，註冊於Banco de Espana 編號：1545。在Madrid Trade and Companies Register註冊，編號：T 30.176.F 1,S 8, H M-543170, CIF (公司稅號)：W-0182904-C。

- 在比利時：本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) 比利時分公司分發，地址：120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Brussels, Belgium，註冊於Brussels Companies Register，編號：0534 752 288，並加入Banque-Carrefour des Entreprises (比利時公司數據庫)，增值稅編號：0534.752.288 (RPM Brussels)，是CA Indosuez Wealth (Europe) 的分支機構，註冊地址：39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg，註冊於Luxembourg Companies Register，編號：B91.986，是在盧森堡成立的一家授權信貸機構，受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。
- 在意大利：本冊子由CA Indosuez Wealth (Italy) S.p.A 發行，總部位於Piazza Cavour 2, Milan, Italy，已加入Banca di Italia保管的銀行名冊，編號：5412，稅法和米蘭貿易公司的註冊號及VAT號：09535880158,R.E.A no. MI-1301064；
- 在歐盟區內：根據Free Provision of Services，本冊子可由獲得授權的Indosuez Wealth Management的實體集團分發；
- 在摩納哥：本冊子由CFM Indosuez Wealth分發，地址：11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup> - 98000 Monaco，在Monaco Trade and Industry Register註冊，編號：56S00341；
- 在瑞士：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA分發，地址：Quai Général-Guisan 4, 1204 Geneva以及由CA Indosuez Finanziaria SA分發，地址：Via F. Pelli 3, 6900 Lugano以及由其瑞士分公司及/或代理處。根據Swiss Bankers Association (SBA) 命令有關瑞士法律所定義的財務分析獨立性之意涵，本冊子構成行銷材料，但不構成財務分析產品。因此，這些命令不適用於本冊子；
- 在香港特別行政區：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA之Hong Kong分公司分發，地址：金鐘道88號太古廣場29層。本冊子中所載任何資訊，均不構成投資建議。本冊子未提交至香港證券及期貨事務監察委員會(SFC) 或者香港的任何其他監管機構。本冊子及本冊子所提及的產品，未經過香港證券及期貨事務監察委員會核准，根據有關證券和期貨合約法令的第103、104、104A或105條款(第571章) (SFO)。本冊子僅可分發給專業投資者(按SFO以及《證券及期貨(專業投資者) 規則(第571D章)》中所定義)；
- 在新加坡：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch分發，地址：168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapore 068912。在新加坡，本冊子根據新加坡金融管理局的《指引No. FAA-G07》，僅針對被視為高淨值資產人士，或者根據新加坡《證券暨期貨法》第289章，僅針對特許投資者、機構投資者或專家投資者。如有關於本「冊子」的任何疑問，新加坡的收件人可以聯繫CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch；
- 在迪拜：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, 迪拜代表處分發，地址：The Maze Tower – Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O.Box 9423 United Arab Emirates, CA Indosuez (Switzerland) SA 通過其阿聯酋代表處，經營阿聯酋業務，並接受阿聯酋央行監管。根據阿聯酋現行相關法律法規，CA Indosuez (Switzerland) SA 的代表處不得經營銀行業務。該代表處僅可行銷和推廣CA Indosuez (Switzerland) SA 的活動和產品。本冊子不構成對於特定人士或一般公眾的要約，亦不構成對於提交要約的邀請。其在私人基礎上分發，未經阿聯酋中央銀行或阿聯酋的其他監管機構審閱或批准；
- 在阿布達比：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, 阿布達比代表處，Zayed - The 1<sup>st</sup> Street - Al Muhairy Center, OfPce Tower, 4th Floor, P.O.Box 44836 Abu Dhabi, United Arab Emirates, CA Indosuez (Switzerland) SA 通過其阿聯酋代表處，經營阿聯酋業務，並接受阿聯酋央行監管。根據阿聯酋現行相關法律法規，CA Indosuez (Switzerland) SA 的代表處不得經營銀行業務。該代表處僅可行銷和推廣CA Indosuez (Switzerland) SA 的活動和產品。本冊子不構成對於特定人士或一般公眾的要約，亦不構成對於提交要約的邀請。其在非公開基礎上分發，未經阿聯酋中央銀行或阿聯酋的其他監管機構審閱或批准；
- 在邁阿密：本冊子由CA Indosuez Wealth (Miami) 分發，地址：600 Brickell Avenue, 37<sup>th</sup> Floor, Miami, FL 33131, USA。本冊子是以保密方式提供給有限數量的人士，僅供參考之用。其不構成美利堅合眾國中(或者在本要約會為非法的任何司法管轄區中) 的證券要約。本冊子中所提及相關證券報價方案，可能沒有根據1933年證券法案進行註冊。某些證券在美利堅合眾國可能並非為自由可轉讓的證券；
- 在巴西：本冊子由CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM分發，地址：Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3<sup>rd</sup> Boor, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, registered in the CNPJ/MF under number n. 01.638.542/0001-57；
- 在烏拉圭：本冊子由Indosuez Group (Uruguay) Servicios & Representaciones S.A.分發，地址：Av.Luis A. de Herrera 1248 – World Trade Center Torre III – Piso 15 – Of.1576, 11300 Montevideo, Uruguay。本冊子不構成對於特定人士或一般公眾的要約，亦不構成提交要約的邀請。分發本冊子屬非公開性質。本冊子及其所提及的產品未經烏拉圭中央銀行或其他監管機構審核或批准，也未註冊。

未經貴銀行事先同意，本冊子不得以任何形式，全部或部分影印或複製或分發。

© 2021, CA Indosuez (Switzerland) SA/版權所有。

照片來源：iStock。

2021年5月25日編輯。

東方匯理財富管理集團的成員銀行正在籌備更換或調整銀行同業間利率，諸如LIBOR (倫敦銀行同業拆借利率)、EURIBOR (歐元銀行業拆款利率)、以及EONIA (歐元隔夜期指數型平均利率) 等，因為是由金融市場主管機關和銀行代辦處作決定，其議價條件將顯著加強。在歐洲的層級上，歐洲中央銀行於2019年10月所開始公告之€STR (歐元短期利率) 將與EONIA並存至2021年12月止，然後於2022年1月起取代EONIA。至於EURIBOR，歐洲貨幣市場機構 (European Money Markets Institute) 於2019年11月確定Hybrid EURIBOR的過渡階段已經達成，有利於從今日起至2021年12月期間進行全面調整。各項銀行同業拆款利率 (IBOR，例如：LIBOR 美元) 也將從現在起至2021年底止進行全面改革。因此，瑞士國家銀行於2019年6月宣布推出以瑞士法郎計價之本國政策利率，該利率以SARON (瑞士隔夜平均利率) 為基準作計算以建立也是根據SARON計算的遠期利率。

東方匯理財富管理集團正在密切關注所有這些改革，並準備好具體的框架應付有關法規上、商業上、以及運營上的各種影響。對於目前以這些基準利率為指標所進行的融資業務或投資，您無需因其改變而採取任何行動。一旦有關該利率變更的細節更為明朗時，我們會向您及時稟告。如有任何疑問，敬請不吝賜教與您的客戶經理聯絡。

